

工业富联（601138.SH）

25Q3 利润同环比高增，AI 机柜规模交付

工业富联发布 25Q3 季报。公司 25Q1-Q3 实现营业收入 6039.3 亿元，同比+38.4%，实现归母净利润 224.9 亿元，同比+48.5%，毛利率 6.8%，同比持平，净利率 3.7%，同比+0.2pcts。从 25Q3 单季度来看，工业富联 25Q3 实现营收 2431.7 亿元，同比+42.8%，环比+21.4%，实现归母净利润 103.7 亿元，同比+62.0%，环比+50.7%，毛利率 7.0%，同比持平，环比+0.5pcts，净利率 4.3%，同比+0.5%，环比+0.9%。公司业绩增长主要系 1）云计算业务中 AI 服务器成长显著，产品需求持续提升；2）通信及移动网络设备业务中精密结构件、交换机需求旺盛。

AI 机柜产品规模交付，云计算业务单季度同比增长超 75%。1) 从 25Q1-25Q3 来看，公司云计算业务营业收入同比增长超过 65%，其中，云服务商业务表现亮眼，营业收入占比达云计算业务的 70%，同比增长超 150%，云服务商 GPU AI 服务器营业收入同比增长超 300%。2) 从 25Q3 单季度来看，云计算业务同比增长超 75%，其中，云服务商收入 25Q3 单季同比增长超 2.1 倍，云服务商 GPU AI 服务器 25Q3 单季环比增长超 90%，同比增长超 5 倍。通用服务器出货亦保持稳健，整体云计算业务营收结构持续优化。我们认为，工业富联凭借制造效率、良率的不断提升，有望随着 AI 机柜的规模交付，不断提升市场份额，实现自身 α 与 AI β 的共振。

新机发布推动换机需求&800G 交换机放量，通信及移动网络设备业务表现稳健。1) 精密机构件业务：受 AI 智能终端新品推出带动，客户换机需求上升，带动业务持续增长；2) 交换机业务：因 AI 需求持续放量，交换机业务成长显著，25Q3 单季同比增长 100%，其中 800G 交换机 25Q3 单季同比增长超 27 倍，我们认为，AI 产业趋势下，交换机亦是重要的环节，未来有望持续贡献增量。

盈利预测与投资建议：公司为 AI 服务器、高速交换机、精密结构件领军企业，充分受益于 AI 推动下云+端的高速发展。我们预计公司 2025/2026/2027 年分别实现营业收入 9,718/16,537/22,059 亿元，同比增长 59.5%/70.2%/33.4%，实现归母净利润 341/524/652 亿元，同比增长 47.1%/53.5%/24.3%，当前股价对应 2025/2026/2027 年 PE 分别为 47/31/25X。公司正处于高速发展阶段，良率、效率持续提升，份额不断扩大，充分受益于 AI 浪潮，维持公司“买入”评级。

风险提示：成本管控风险、客户支出放缓风险、行业波动与技术迭代风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	476,340	609,135	971,790	1,653,681	2,205,940
增长率 yoy（%）	-6.9	27.9	59.5	70.2	33.4
归母净利润（百万元）	21,040	23,216	34,148	52,425	65,163
增长率 yoy（%）	4.8	10.3	47.1	53.5	24.3
EPS 最新摊薄（元/股）	1.06	1.17	1.72	2.64	3.28
净资产收益率（%）	15.0	15.2	20.4	27.5	29.6
P/E（倍）	76.3	69.1	47.0	30.6	24.6
P/B（倍）	11.4	10.5	9.6	8.4	7.3

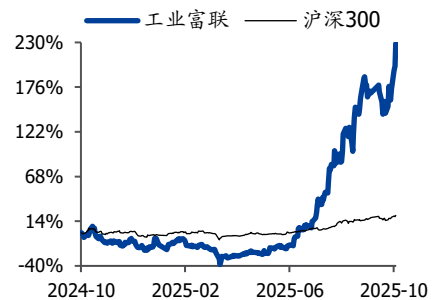
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 10 月 29 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	消费电子
前次评级	买入
10 月 29 日收盘价（元）	80.80
总市值（百万元）	1,604,541.25
总股本（百万股）	19,858.18
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	207.09

股价走势



作者

分析师 郑震湘

执业证书编号：S0680524120005

邮箱：zhengzhenxiang@gszq.com

分析师 余凌星

执业证书编号：S0680525010004

邮箱：shelingxing1@gszq.com

相关研究

1、《工业富联（601138.SH）：AI 服务器领军者，算力+网络+端侧多元布局》 2025-08-22

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	252478	274008	401518	590761	755944
现金	83462	72434	66809	25065	10184
应收票据及应收账款	88474	94512	172350	285896	371854
其他应收款	853	965	2282	3155	4295
预付账款	255	353	589	959	1307
存货	76683	85266	146852	251232	327430
其他流动资产	2750	20479	12635	24454	40873
非流动资产	35227	43515	35958	28978	22176
长期投资	7180	6305	6320	6330	6330
固定资产	17712	20010	14835	9659	4462
无形资产	1004	1279	1189	1099	1009
其他非流动资产	9331	15923	13614	11890	10375
资产总计	287705	317524	437476	619739	778119
流动负债	138045	158879	259468	418538	543568
短期借款	41091	35992	65992	85992	105992
应付票据及应付账款	75028	93835	146174	257663	340828
其他流动负债	21925	29052	47303	74883	96749
非流动负债	9065	5508	10454	9892	13686
长期借款	7097	0	4000	3433	7222
其他非流动负债	1968	5508	6454	6459	6464
负债合计	147110	164387	269923	428430	557254
少数股东权益	408	445	458	476	528
股本	19866	19868	19868	19868	19868
资本公积	29143	29380	29380	29380	29380
留存收益	91867	103516	118736	142473	171978
归属母公司股东权益	140187	152691	167095	190832	220337
负债和股东权益	287705	317524	437476	619739	778119

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	43084	23820	-19946	-28494	2519
净利润	21018	23255	34161	52442	65215
折旧摊销	5967	6596	7023	7027	6802
财务费用	2482	2327	2758	4085	5158
投资损失	666	820	-486	165	662
营运资金变动	12774	-10843	-63534	-91997	-75084
其他经营现金流	176	1665	133	-217	-233
投资活动现金流	-4564	-10898	1575	85	-379
资本支出	-8670	-11012	158	385	433
长期投资	3713	73	-123	-135	-150
其他投资现金流	393	41	1541	-165	-662
筹资活动现金流	-24734	-24432	12987	-13335	-17022
短期借款	-9407	-5099	30000	20000	20000
长期借款	3612	-7097	4000	-567	3789
普通股增加	7	2	0	0	0
资本公积增加	651	237	0	0	0
其他筹资现金流	-19597	-12475	-21013	-32768	-40811
现金净增加额	14185	-11041	-5625	-41744	-14881

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	476340	609135	971790	1653681	2205940
营业成本	437964	564814	907170	1550392	2072080
营业税金及附加	381	663	919	1561	2189
营业费用	1024	1036	1652	2811	3750
管理费用	4226	5156	7774	13229	17648
研发费用	10811	10631	17006	28113	37501
财务费用	-586	-656	2033	3417	4907
资产减值损失	-543	-1120	-1000	-500	-500
其他收益	1250	1021	2581	3834	4889
公允价值变动收益	264	-494	100	120	150
投资净收益	-666	-975	486	-165	-662
资产处置收益	130	94	144	317	363
营业利润	23067	25935	37646	57943	72255
营业外收入	124	96	100	120	140
营业外支出	66	58	50	20	70
利润总额	23124	25974	37696	58043	72325
所得税	2106	2719	3534	5601	7110
净利润	21018	23255	34161	52442	65215
少数股东损益	-22	39	13	17	52
归属母公司净利润	21040	23216	34148	52425	65163
EBITDA	28721	33251	46752	68488	84034
EPS (元/股)	1.06	1.17	1.72	2.64	3.28

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-6.9	27.9	59.5	70.2	33.4
营业利润(%)	5.5	12.4	45.2	53.9	24.7
归属母公司净利润(%)	4.8	10.3	47.1	53.5	24.3
获利能力					
毛利率(%)	8.1	7.3	6.6	6.2	6.1
净利率(%)	4.4	3.8	3.5	3.2	3.0
ROE(%)	15.0	15.2	20.4	27.5	29.6
ROIC(%)	10.9	12.0	14.6	19.2	20.3
偿债能力					
资产负债率(%)	51.1	51.8	61.7	69.1	71.6
净负债比率(%)	-23.9	-18.0	7.4	38.5	50.8
流动比率	1.8	1.7	1.5	1.4	1.4
速动比率	1.3	1.2	1.0	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	1.7	2.0	2.6	3.1	3.2
应收账款周转率	5.1	6.7	7.3	7.2	6.7
应付账款周转率	6.1	6.7	7.6	7.7	6.9
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.06	1.17	1.72	2.64	3.28
每股经营现金流(最新摊薄)	2.17	1.20	-1.00	-1.43	0.13
每股净资产(最新摊薄)	7.06	7.69	8.41	9.61	11.10
估值比率					
P/E	76.3	69.1	47.0	30.6	24.6
P/B	11.4	10.5	9.6	8.4	7.3
EV/EBITDA	9.3	12.0	34.6	24.5	20.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 10 月 29 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com